

0- 803803

На правах рукописи

Жеру

ГЕРЗЕЛИЕВА ЖАННЕТА ИЛЬЯСОВНА

**ФИНАНСОВАЯ ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ
ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ
(НА ПРИМЕРЕ КОМПАНИЙ
НЕФТЕПЕРЕРАБАТЫВАЮЩЕГО КОМПЛЕКСА)**

Специальность 08.00.10

«Финансы, денежное обращение и кредит»

АВТОРЕФЕРАТ

**диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук**

Москва – 2013 г.

Работа выполнена на кафедре «Финансы и цены» в ФГБОУ ВПО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова»

- Научный руководитель – доктор экономических наук, профессор,
заслуженный деятель науки РФ
СЛЕПОВ Владимир Александрович
- Официальные оппоненты – **ЗЛОТНИКОВА Людмила Григорьевна**
доктор экономических наук, профессор,
ФГБОУ ВПО «Российский государственный университет нефти и газа имени И.М. Губкина»,
профессор кафедры финансового менеджмента
- **ШУБИНА Татьяна Валентиновна**
кандидат экономических наук, доцент,
ФГБОУ ВПО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова», профессор
кафедры финансового менеджмента
- Ведущая организация – **НОУ ВПО МОСКОВСКАЯ АКАДЕМИЯ
ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВА при Прави-
тельстве Москвы**



Защита состоится 19 декабря 2013 г. в 15.00 часов на заседании диссертационного совета Д 212.196.02 на базе ФГБОУ ВПО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» по адресу: 117997, г. Москва, Стремянный пер., д. 36, корп. 3, ауд. 353.

С диссертацией можно ознакомиться в Научно-информационном библиотечном центре имени академика Л.И. Абалкина ФГБОУ ВПО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова».

Автореферат разослан 19 ноября 2013 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета,
д.э.н., профессор

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Маршавина".

Маршавина Любовь Яковлевна

1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы диссертационного исследования. Обеспечение реализации долгосрочных приоритетов и стратегических целей развития российской экономики, ее конкурентоспособности на мировых рынках и укрепление позиций в мировой экономике на современном этапе возможно только за счет модернизации всех основных отраслей и сфер промышленного производства. Данная задача является наиболее значимой для компаний нефтеперерабатывающего комплекса России. Так, например, переход к европейскому уровню качества моторных топлив требует привлечения значительного объема инвестиций в модернизацию действующих и создание новых производственных мощностей по нефтепереработке, разработки и внедрения эффективных инвестиционных проектов.

Такие инвестиционные проекты отличаются крупномасштабными первоначальными инвестициями. Привлечение и направление финансовых ресурсов, требуемых для реализации инвестиционных проектов в сфере нефтепереработки, осуществляется в результате тщательной финансовой оценки данных инвестиционных проектов, учитывающей все финансовые последствия их внедрения для компании. Финансовая оценка инвестиционных проектов, являясь одним из ключевых этапов в процессе принятия инвестиционных решений, во многом определяющих будущее развитие компании, имеет приоритетное значение для компании в целом. Это определяет актуальность, современность и востребованность темы диссертационного исследования.

Актуальность темы диссертационного исследования обусловлена необходимостью:

- развития теории и методологии финансовой оценки эффективности инвестиционных проектов;
- классификации и систематизации факторов, влияющих на финансовую оценку эффективности инвестиционных проектов, прежде всего в нефтепереработке;
- исследования финансового механизма стимулирования инвестиционного процесса со стороны нефтеперерабатывающих компаний;
- разработки алгоритма интегрированной финансовой оценки инвестиционных проектов.

Степень научной разработанности темы. Теоретико-методологические основы инвестиционного проектирования рассматриваются в работах отечественных и зарубежных ученых. Вопросам оценки эффективности реальных инвестиций и инвести-

ционных проектов посвящены труды таких российских экономистов как Бланк И.А., Брагинский О.Б., Виленский П.Л., Злотникова Л.Г., Лившиц В.Н., Лимитовский М.А., Липсиц И.В., Марголин А.М., Ример М.И., Слепов В.А., Смоляк С.А., Теплова Т.В. Из зарубежных специалистов, исследующих проблемы бюджетирования капитальных вложений в рамках финансового менеджмента компаний, необходимо отметить таких авторов как Бригхэм Ю., Брейли Р., Ван Хорн Дж.К., Вахович Дж.М., Майерс С., Эрхардт М. Значительный вклад в развитие методологии оценки эффективности инвестиционных проектов внесли Алчиан А.А., Беренс В., Кейнс Дж.М., Лин С.А., Самуэльсон П., Хавранек П.М., Фишер И.

Вместе с тем целый ряд вопросов остается еще недостаточно исследованным. Это касается, прежде всего, усиления финансовой составляющей эффективности инвестиционных проектов; определения форм финансового стимулирования реализации инвестиционных проектов в отдельных отраслях; разработки методологии финансовой оценки инвестиционных проектов, обеспечивающей приоритетные макроэкономические и стратегические интересы.

Область исследования. Диссертация выполнена в соответствии с п. 3.22. «Формирование эффективной системы проектного финансирования», п. 3.25. «Финансы инвестиционного и инновационного процессов, финансовый инструментарий инвестирования» Паспорта специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» ВАК РФ.

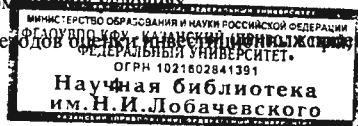
Объектом исследования является финансовая оценка эффективности инвестиционных проектов.

Предметом исследования является совокупность экономических отношений, возникающих при финансовой оценке эффективности инвестиционных проектов, в том числе для компаний нефтеперерабатывающего комплекса.

Цель исследования состоит в разработке теоретических, методологических и практических аспектов финансовой оценки эффективности инвестиционных проектов на примере компаний нефтеперерабатывающего комплекса.

Для достижения этой цели в диссертации решались следующие **задачи**:

- развить теорию и методологию финансовой оценки эффективности инвестиционных проектов;
- выявить взаимосвязь инвестиционного проектирования и долговой нагрузки компаний в нестабильных макроэкономических условиях;
- расширить классификацию методов оценки эффективности инвестиционных проектов;



- обосновать финансовый механизм стимулирования реализации инвестиционных проектов в сфере нефтепереработки;
- разработать алгоритм интегрированной финансовой оценки инвестиционных проектов и провести его апробирование на примере конкретного инвестиционного проекта;
- сформировать систему специфических факторов, оказывающих наибольшее влияние на основные показатели финансовой эффективности инвестиционных проектов в нефтепереработке.

Методологическую и теоретическую основу исследования составляют фундаментальные положения и концепции в области теории финансов, организаций (предприятий), инвестиций, риска, оценки и управления; научные труды отечественных и зарубежных ученых, посвященные данной проблематике. В процессе исследования автором использовались следующие научные методы: финансово-экономический анализ, факторный анализ, статистический анализ, SWOT-анализ, синтез полученных результатов, группировка, сравнение, классификация, выборка, моделирование. Использовались исторический и логический методы научного познания. Для проведения исследования применялись пакеты компьютерных программ MS Excel.

Эмпирическую основу диссертационной работы составляют:

- законодательные и нормативные акты Российской Федерации;
- статистические и аналитические материалы органов государственной власти Российской Федерации (Министерства финансов Российской Федерации, Министерства экономического развития Российской Федерации, Банка России, Федеральной таможенной службы, Федеральной службы государственной статистики), зарубежных государств и международных организаций (Всемирного Банка, Организации Объединенных Наций по промышленному развитию, Организации экономического сотрудничества и развития) за 2000-2013 гг.;
- международные и российские научные публикации ученых и специалистов в области оценки эффективности инвестиционных проектов, финансовые словари, справочники и энциклопедии;
- материалы конференций, финансовая отчетность компаний, статистическая информация, данные периодической печати, ресурсы глобальной информационной сети Интернет.

Научная новизна диссертационной работы заключается в разработке комплексной системы финансовой оценки эффективности инвестиционных проектов для развития корпоративного сектора.

Основные результаты, полученные автором и отличающиеся научной новизной:

- дополнено содержание понятий «эффективность инвестиционного проекта» и «денежный поток инвестиционного проекта» выделением в них финансовой составляющей для выбора и оценки источников финансирования инвестиционных проектов;
- расширена классификация эффективности инвестиционных проектов путем введения в нее в качестве классификационного признака целевой направленности инвестиционных проектов для выбора соответствующих методов оценки инвестиционных проектов;
- выявлена взаимосвязь инвестиционного проектирования и долговой нагрузки в нестабильных макроэкономических условиях на примере компаний нефтеперерабатывающего комплекса России;
- разработан финансовый механизм стимулирования реализации инвестиционных проектов в сфере нефтепереработки: налоговые стимулы, инфраструктурные облигации, нефтеперерабатывающие облигации, совершенствование организации биржевой торговли нефтепродуктами и деривативами;
- составлен и апробирован алгоритм интегрированной финансовой оценки инвестиционных проектов, учитывающий приоритетные макроэкономические и стратегические интересы государства;
- сформирована система специфических факторов, оказывающих наибольшее влияние на основные показатели финансовой эффективности инвестиционных проектов в нефтепереработке.

Теоретическая и практическая значимость работы состоит в разработке научных и методических положений, комплексного инструментария в области финансовой оценки эффективности инвестиционных проектов: практических рекомендаций и выводов, позволяющих повысить качество оценки эффективности инвестиционных проектов компаний. Полученные в исследовании результаты могут быть использованы финансовыми службами компаний для выбора источников финансирования корпоративных инвестиционных проектов и повышения эффективности финансовых потоков; Минфином РФ и Минэкономразвития РФ при создании нормативных документов, устанавливающих методологию оценки эффективности инвестиционных проектов.

Апробация и внедрение результатов.

Результаты, полученные в ходе диссертационного исследования, апробированы в рамках научно-исследовательской работы «Оценка эффективности проекта создания малотоннажного опытно-промышленного производства нафтила, топлива дизельного

Евро» по заказу ФГБУН Ордена Трудового Красного Знамени Института нефтехимического синтеза им. А.В. Топчиева РАН (ИНХС РАН), а также в научно-исследовательской работе «Оценка эффективности инвестиционных проектов, обеспечивающих приоритетные макроэкономические и стратегические интересы» по гранту на выполнение научно-исследовательских работ аспирантами и молодыми учеными в ФГБОУ ВПО «РЭУ им. Г.В. Плеханова». Кроме того, результаты исследования используются в ФГБОУ ВПО «РЭУ им. Г.В. Плеханова» в процессе преподавания дисциплин «Финансы», «Финансы и кредит», «Финансы, денежное обращение и кредит», включенных в учебные планы бакалавров экономики.

Публикации. Основные результаты исследования изложены в восьми опубликованных научных статьях общим объемом 2,1 п.л., в том числе три статьи в изданиях, рекомендованных ВАК.

Структура работы. Логика исследования определила структуру работы. Она состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

II. ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ И ПОЛОЖЕНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. Дополнено содержание понятий «эффективность инвестиционного проекта» и «денежный поток инвестиционного проекта» выделением в них финансовой составляющей для выбора и оценки источников финансирования инвестиционных проектов.

Для принятия решения о внедрении того или иного инвестиционного проекта необходима оценка его эффективности – базового понятия инвестиционного проектирования. Анализ российской и зарубежной нормативной документации и экономической литературы позволил сформулировать авторское интегрированное определение термина «инвестиционный проект». Инвестиционный проект – уникальный, логически законченный оптимальный план реализации процесса долгосрочного капиталобразующего инвестирования, содержащий экономические, финансовые, технические и иные характеристики и направленный на достижение целей всех участников проекта.

Эффективность инвестиционного проекта имеет ключевое значение в бюджетировании капитальных вложений – процессе принятия компанией долгосрочных инвестиционных решений. Одним из ее важнейших элементов является финансовая оценка инвестиционных проектов. В диссертации вводится понятие «финансовая оценка инве-

стиционного проекта». Это упорядоченный процесс определения возможностей генерирования инвестиционным проектом денежных потоков, способствующих достижению стратегических целей компании при заданных финансовых, экономических и организационно-технических условиях. К показателям финансовой оценки инвестиционных проектов относятся: чистый дисконтированный доход (Net Present Value, NPV), скорректированный дисконтированный доход (Adjusted Present Value, APV), внутренняя норма доходности (Internal Rate of Return, IRR), модифицированная внутренняя норма доходности (Modified Internal Rate of Return, MIRR), срок окупаемости (Payback Period, PP), дисконтированный срок окупаемости (Discounted Payback Period, DPP), индекс прибыльности (Profitability Index, PI), учетная норма доходности (Accounting Rate of Return, ARR).

С развитием в России инвестиционного анализа для финансовой оценки инвестиционных проектов все более актуальным становится корректный расчет их денежных потоков. Использование в финансовой оценке инвестиционных проектов денежных потоков объясняется необходимостью учета распределения притоков и оттоков средств во времени, направленности этих потоков, а также их реальной экономической стоимости.

Под термином «денежные потоки инвестиционного проекта» следует понимать воздействующие на стоимость компании оттоки и притоки денежных средств, возникающие на всех стадиях жизненного цикла инвестиционного проекта, реальная экономическая стоимость которых может быть оценена при помощи дисконтирования. В такой интерпретации основное внимание акцентируется на следующих содержательных моментах: финансовое состояние компании, прохождение капиталом инвестиционного проекта определенных стадий его реализации и функционирования, периодичность возникновения денежных потоков, оценка стоимости денежных потоков. Денежные потоки являются основой для определения наиболее важных показателей финансовой эффективности инвестиционного проекта. В современных условиях усредненные за достаточно большой период времени бухгалтерские показатели финансовой эффективности, основанные на прибыли, не должны быть приоритетными в процессе бюджетирования капитальных вложений. Кроме того, анализ денежных потоков, генерируемых проектом, является существенной частью процесса финансовой оценки инвестиционного проекта еще и потому, что представляет собой наиболее оптимальный способ мониторинга изменения стоимости компании при реализации нового инвестиционного проекта. Только в том случае, если все расчеты целесообразности инвестиций проводятся

на основе денежных потоков, инвесторы и владельцы компании получают адекватное представление о финансовой эффективности инвестиционного проекта, увеличении стоимости компании и благосостояния ее владельцев и инвесторов.

2. Расширена классификация эффективности инвестиционных проектов путем введения в нее в качестве классификационного признака целевой направленности инвестиционных проектов для выбора соответствующих методов оценки инвестиционных проектов.

Под эффективностью инвестиционного проекта понимается степень достижения инвестиционным проектом целей его реализации. Реализация компаниями инвестиционных проектов направлена на достижение комплекса разнообразных целей, в соответствии с которыми целесообразно выделить нескольких видов эффективности (табл. 1).

В зависимости от вида эффективности методы оценки инвестиционных проектов подразделяются на финансовые, нефинансовые и смешанные.

Под методами оценки инвестиционных проектов понимается совокупность качественных и количественных критериев, показателей и моделей, позволяющих на их основе принять решение о целесообразности реализации инвестиционного проекта или обосновать выбор наиболее эффективного инвестиционного проекта.

Методы финансовой оценки отражают финансовую эффективность инвестиционных проектов и рассчитываются на основе их денежных потоков и/или показателей финансовой отчетности. Финансовая составляющая занимает ключевое положение в оценке инвестиционных проектов. Методы финансовой оценки инвестиционных проектов могут быть классифицированы по двум основным критериям (рис. 1) – жизненному циклу компании (группируются по стадиям этого цикла) и изменению стоимости денег во времени (делятся на статические и динамические).

Методы финансовой оценки могут быть также использованы для определения экономической и бюджетной эффективности. Их применение в данном случае предполагает рассмотрение инвестиционного проекта не с точки зрения компании, а на уровне национальной экономики и бюджетной системы.

Методы нефинансовой оценки позволяют определить рыночную, инновационную, общественную, экологическую эффективность инвестиционных проектов, то есть те нефинансовые преимущества, которые может принести реализация инвестиционного проекта.

Смешанные методы характеризуют комплексную эффективность инвестиционных проектов. Применение этих методов основано на учете всех аспектов инвестицион-

Таблица 1

**Классификация эффективности инвестиционных проектов по критерию их
целевой направленности**

Вид эффективности	Целевая направленность	Сфера влияния инвестиционного проекта
Экономическая	Создание добавленной стоимости в экономике Повышение благосостояния страны (региона) Развитие национальных производств Развитие новых инновационных производств	Национальная (региональная) экономика
Бюджетная	Положительная разница между поступлениями из бюджета и выплатами в счет бюджета Повышение уровня налоговых поступлений в бюджет Рациональность расходования бюджетных средств	Бюджетная система
Финансовая	Интенсификация и рационализация финансо- вых потоков Повышение стоимости компании Увеличение стоимости капитала акционеров Возврат инвестиций Рентабельность инвестирования Получение прибыли Окупаемость инвестиций	Компания
Рыночная	Повышение конкурентоспособности Повышение спроса на товары или услуги Выход на новые рынки Увеличение объемов продаж	Компания
Инновационная	Внедрение инноваций Повышение производительности Экономия ресурсов Максимальное использование научно- технического потенциала Прогрессивность технологий	Компания
Общественная	Создание новых рабочих мест Улучшение социального климата Улучшение условий труда	Население
Экологическая	Снижение уровня загрязнения окружающей среды Снижение энергоемкости производств Использование альтернативных источников энергии	Экология

Источник: составлена автором



Рис. 1. Методы финансовой оценки инвестиционных проектов

ного проекта как финансовых, так и нефинансовых. Однако отсутствие стандартной и общепринятой методологии в случае применения и интерпретации смешанных методов, а также необходимость объемных математически сложных расчетов затрудняют их повсеместное использование.

3. Выявлена взаимосвязь инвестиционного проектирования и долговой нагрузки в нестабильных макроэкономических условиях на примере компаний нефтеперерабатывающего комплекса России.

Результаты, полученные в ходе диссертационного исследования, демонстрируют взаимосвязь между капитальными вложениями и заемными финансовыми ресурсами компаний нефтеперерабатывающего комплекса России (табл. 2).

Таблица 2

Динамика долговой нагрузки и инвестиционной активности
нефтеперерабатывающих компаний

Год	Объем долга* (млн. долл. США)	Коэффициент финансового левериджа**	Капиталовложения (млн. долл. США)
ОАО «НК «Роснефть»			
2009	23507	0,52	7252
2010	23555	0,42	8931
2011	23291	0,35	13246
2012***	30965	0,42	14984
ТНК-ВР			
2009	7018	0,43	2524
2010	7129	0,38	3529
2011	8047	0,39	4604
2012	7894	0,32	5366
ОАО «Газпром нефть»			
2009	6310	0,34	2607
2010	6636	0,32	3301
2011	6697	0,27	4029
2012***	7479	0,27	5084
ОАО «Лукойл»			
2009	11323	0,20	6483
2010	11194	0,19	6596
2011	9092	0,13	8249
2012	6621	0,09	11647

* При расчетах в составе долга учитывались краткосрочные кредиты и займы, текущая часть долгосрочной задолженности и долгосрочная задолженность по кредитам и займам.

** Соотношение объема долга и собственного капитала.

*** Пересчет показателей произведен по среднему курсу доллара США к рублю за год.

Источник: данные компаний (отчетность по US GAAP, IRFS), расчеты автора.

Приведенные данные показывают, что снижение коэффициента финансового левериджа, характеризующего долговую нагрузку, сопровождается увеличением инвестиционной активности нефтеперерабатывающих компаний.

Снижение доли заемных средств как за счет погашения ранее взятых обязательств, так и в результате роста чистой прибыли позволило российским нефтеперерабатывающим компаниям наращивать процесс разработки и реализации инвестиционных проектов. Так, например, компания «Роснефть» за последние пять лет при снижении коэффициента финансового левериджа увеличила капиталовложения в 2 раза. Большая часть финансовых ресурсов этой компании была направлена на развитие добычи нефти, а также модернизацию нефтеперерабатывающих заводов. На финансирование НОКР в 2012 г. было направлено 9,9 млрд. руб., что в 5 раз выше показателя за 2009 г. В деятельности компаний ТНК-ВР, «ЛУКОЙЛ», «Газпром нефть» наблюдались аналогичные тенденции. В 2011-2012 гг. значительно улучшились характеристики долгового портфеля, достигнуты минимальные значения коэффициента финансового левериджа.

Снижение зависимости компании от заемных финансовых ресурсов, несмотря на нестабильные макроэкономические условия, стимулирует, как показал анализ, повышение инвестиционной активности, пересмотр политики в сторону долгосрочных и более рискованных инвестиционных проектов, а также значительное увеличение затрат на научные исследования и инновации.

4. Разработан финансовый механизм стимулирования реализации инвестиционных проектов в сфере нефтепереработки: налоговые стимулы, инфраструктурные облигации, нефтеперерабатывающие облигации, совершенствование организации биржевой торговли нефтепродуктами и деривативами.

Модернизация производства требует от российских нефтеперерабатывающих компаний масштабных мероприятий по обновлению технологических объектов и объектов инфраструктуры, влекущих за собой существенные капитальные вложения и эксплуатационные расходы. Очевидна необходимость формирования финансового механизма стимулирования реализации инвестиционных проектов в сфере нефтепереработки.

К нему, во-первых, относятся налоговые стимулы. В настоящее время налоговое бремя нефтеперерабатывающей компании составляет 50-60% ее выручки, что не способствует сокращению срока окупаемости капиталоемких инвестиционных проектов и делает инвестирование в создание новых производственных мощностей нерентабель-

ным для отечественных и иностранных инвесторов. Мировая практика налогового стимулирования показывает, что эффективной мерой является льгота по уплате налога на добавленную стоимость в начале эксплуатационной фазы жизненного цикла инвестиционного проекта, а также возврат государством данного налога на этапе строительно-монтажных работ. Эта налоговая мера позволяет увеличить положительное сальдо денежных потоков проекта, ускорить его окупаемость, повысить привлекательность капитальных вложений в нефтепереработку в долгосрочной перспективе за счет технического перевооружения важного сектора экономики и создания новых рабочих мест.

Во-вторых, в сфере нефтепереработки необходимо внедрение инфраструктурных облигаций, являющихся инструментом государственно-частного партнерства, позволяющим привлечь наряду с бюджетными средствами частный капитал на взаимовыгодных условиях. Принятие закона об инфраструктурных облигациях является важным шагом в обеспечении притока инвестиций в реальный сектор и ускоренной его модернизации.

В-третьих, создание и выпуск в обращение инновационного финансового инструмента – нефтеперерабатывающих облигаций – позволит привлечь дополнительные финансовые ресурсы для модернизации нефтеперерабатывающих объектов, вовлечь широкий круг инвесторов в реализацию инвестиционных проектов в сфере нефтепереработки и диверсифицировать риски. Использование данного инструмента не предполагает осуществления длительного и затратного процесса заключения концессионного соглашения с государством, необходимого для инфраструктурных облигаций. Принимая во внимание сосредоточение нефтеперерабатывающих мощностей в рамках вертикально-интегрированных компаний, имеющих длительный опыт публичного функционирования, ведения отчетности по международным стандартам финансовой отчетности и высокие кредитные рейтинги от ведущих рейтинговых агентств, полагаем, что нефтеперерабатывающие облигации таких компаний при соответствующем правовом утверждении, будут иметь высокий уровень надежности.

В-четвертых, повышение инвестиционной привлекательности нефтеперерабатывающей отрасли как для отечественных, так и иностранных инвесторов требует усиления роли и расширения инструментария российских товарных бирж, обеспечивающих прозрачность ценообразования, конкурентную среду, снижение ценовых рисков и формирование рыночных индикаторов. Для повышения значимости и востребованности биржевой торговли нефтепродуктами необходимо увеличение числа участников рынка, стороны сделок не должны быть аффилированными лицами, отсутствие заранее согла-

сованных сделок и их анонимность, возможность совершения сделок нерезидентами, информационное и правовое обеспечение участников рынка. Расширение инструментария возможно за счет внедрения и активного обращения производных финансовых инструментов – фьючерсов и опционов на различные нефтепродукты как поставочных, так и расчетных, позволяющих осуществлять спекулятивные операции, хеджирование рисков изменения цен и реальную поставку товара. Для развития российского срочного биржевого рынка нефтепродуктов требуется привлечение не только кредитно-финансовых компаний, но и производителей и потребителей товаров, четкое определение перечня базовых активов, экономические стимулы со стороны государства, строгий надзор и контроль деятельности участников рынка.

5. Составлен и апробирован алгоритм интегрированной финансовой оценки инвестиционных проектов, учитывающий приоритетные макроэкономические и стратегические интересы государства.

Стандартный подход к оценке инвестиционных проектов предполагает, что сначала разрабатываются технические характеристики инвестиционного проекта, а затем на их основе осуществляется его финансовая оценка. При этом отсутствует тесное взаимодействие технологической и финансовой сфер, взаимосвязь между техническими данными и финансовыми расчетами по инвестиционному проекту на его прединвестиционной фазе. Исследования показали нерациональность такого подхода к оценке инвестиционных проектов. Особенно это касается инвестиционных проектов создания производств, обеспечивающих приоритетные макроэкономические и стратегические интересы, так как помимо крупномасштабных первоначальных инвестиций они характеризуются низким лимитированным объемом выпуска продукции и закрытой системой ценообразования. Возникает необходимость создания унифицированного алгоритма оценки инвестиционного проекта, основанного на одновременном совмещении как технологических, так и финансовых параметров инвестиционного проекта.

Для решения данной задачи предлагается алгоритм интегрированной финансовой оценки инвестиционного проекта (рис. 2).

Финансовая оценка инвестиционного проекта проводится на основе его предварительной технологической схемы и предварительных прогнозных параметров денежных потоков. Если показатели финансовой эффективности инвестиционного проекта не соответствуют требуемым нормативам, определяются возможности увеличения мощности производства за счет выпуска дополнительного продукта, имеющего стабильный платежеспособный спрос на рынке и близкую с основным продуктом технологию про-



Рис. 2. Алгоритм интегрированной финансовой оценки инвестиционного проекта

изводства. Определяется точка безубыточности проекта по мощности, т.е. та оптимальная совокупная мощность загрузки производства по всем видам продукции, при которой основной показатель финансовой эффективности, чистый дисконтированный доход, становится равным нулю или достигает приемлемого значения. При проведении расчетов учитывается влияние изменения мощности производства на объем первоначальных инвестиций. Для этого осуществляется пересчет капитальных вложений по выпуску совокупной продукции. После выявления оптимальной мощности производства определяется лимит объема первоначальных инвестиций при вычисленной производительности.

В соответствии с полученными финансовыми результатами, когда проведены расчеты мощности и ассортимента, позволяющие производству выйти на приемлемые для участников инвестиционного проекта показатели финансовой эффективности, уточняется технологическая схема проекта. Делается заключительный прогноз параметров денежного потока инвестиционного проекта и проводится итоговая оценка его финансовой эффективности.

Таким образом, финансовая оценка инвестиционного проекта и входящая в его состав технологическая схема производства продукции осуществляются в тесном взаимодействии, а не изолированно.

6. Сформирована система специфических факторов, оказывающих наибольшее влияние на основные показатели финансовой эффективности инвестиционных проектов в нефтепереработке.

Предложенный алгоритм интегрированной финансовой оценки инвестиционных проектов учитывает систему специфических факторов, оказывающих наибольшее влияние на основные показатели финансовой эффективности инвестиционных проектов в нефтепереработке (табл. 3).

На чистый дисконтированный доход и внутреннюю норму доходности инвестиционных проектов в нефтепереработке влияют следующие основные факторы.

Мощность по выходу продукта (максимально возможный объем производства продукта, производительность установки) прямо связана с величиной выручки от реализации нефтепродуктов. Выручка от реализации продукции в свою очередь является одним из основных элементов денежных доходов инвестиционного проекта, входящих в расчет чистого дисконтированного дохода и внутренней нормы доходности. Однако увеличение мощности по выходу в реальных условиях имеет ограничение. Мощность производства взаимосвязана с объемом капитальных вложений – чем выше мощность,

Таблица 3

**Специфические факторы влияния на показатели финансовой эффективности
инвестиционных проектов в нефтепереработке**

Показатель	Факторы влияния
Чистый дисконтированный доход (NPV), внутренняя норма доходности (IRR)	<ul style="list-style-type: none"> • мощность по выходу продукта • экологический класс продукта • побочные продукты, готовые к продаже • ассортимент выпускаемой продукции • расходы на сырье
Срок окупаемости (PP), дисконтированный срок окупаемости (DPP)	<ul style="list-style-type: none"> • технология • соглашения на поставку продуктов • эксклюзивные товары • сроки выхода на заявленную производственную мощность

тем больший объем первоначальных вложений требуется для реализации инвестиционного проекта.

Экологический класс продукта влияет на его базовую цену (без НДС и акцизов), которая формирует объем реализованной продукции в денежном выражении и определяет величину доходов инвестиционного проекта. Чем выше экологический класс, тем выше базовая цена продукции, доходы и денежные притоки, а, следовательно, величины чистого дисконтированного дохода и внутренней нормы доходности. Базовая цена на продукцию в свою очередь ограничивается спросом потребителей данного продукта по данной цене.

Побочные продукты должны быть готовы к продаже, что увеличивает объем возможных денежных поступлений от инвестиционного проекта при минимальных дополнительных затратах на их производство.

Диверсификация продуктового портфеля, расширение ассортимента выпускаемой продукции позволяет привлечь дополнительных потребителей, вывести чистый дисконтированный доход на положительную величину и повысить внутреннюю норму доходности.

Расходы на сырье – сырую нефть и полупродукты ее первичной и вторичной переработки – составляют значительную часть денежных оттоков инвестиционного проекта. Элиминирование данного элемента путем развития собственной сырьевой базы в рамках вертикально-интегрированных компаний является способом существенного повышения чистого дисконтированного дохода и внутренней нормы доходности.

Таким образом, чистый дисконтированный доход и внутренняя норма доходности инвестиционного проекта, реализуемого в сфере нефтепереработки, определяется, наряду со стандартными факторами (объем капитальных вложений, уровень инфляции, налоги, заработная плата, стоимость расходных материалов и т.д.), зависимостью от следующих специфических факторов: мощность по выходу продукта; экологический класс продукта; побочные продукты, готовые к продаже; ассортимент выпускаемой продукции; расходы на сырье, т.е.

$$NPV = NPV(CAP(CE), E(D), BP, A, RMC), (1)$$

$$IRR = IRR(CAP(CE), E(D), BP, A, RMC), (2)$$

где: CAP – мощность по выходу продукта, CE – капитальные вложения, E – экологический класс продукта, D – спрос, BP – побочные продукты, готовые к продаже, A – ассортимент выпускаемой продукции, RMC – расходы на сырье.

Максимизация чистого дисконтированного дохода и внутренней нормы доходности инвестиционного проекта, реализуемого в сфере нефтепереработки, требует увеличения мощности по выходу продукта, повышения экологического класса продукта, использования побочных продуктов, готовых к продаже, диверсификации продуктового портфеля (ассортимента), элиминирования расходов на сырье.

На срок окупаемости и дисконтированный срок окупаемости инвестиционных проектов в нефтепереработке наибольшее влияние оказывают следующие факторы.

Современная технология производства продукта позволяет без задержек войти в эксплуатационную фазу инвестиционного проекта, тем самым сокращая срок его окупаемости (дисконтированный срок окупаемости). Наличие соглашений на поставку продуктов и заранее определенных целевых покупателей позволяет своевременно сформировать круг потребителей и объем закупаемой ими продукции. Это снижает риски инвестиционного проекта, приводит к увеличению денежных потоков, а также генерированию притоков денежных средств на ранних фазах жизненного цикла инвестиционного проекта. Эксклюзивность продуктов по качеству дает возможность быстрого занятия свободной рыночной ниши и обеспечения скорых денежных притоков. Сокращение сроков выхода на заявленную производственную мощность прямо воздействует на срок окупаемости (дисконтированный срок окупаемости) инвестиционного проекта, так как проект раньше начинает генерировать притоки денежных средств.

Таким образом, срок окупаемости (дисконтированный срок окупаемости) инвестиционного проекта, реализуемого в сфере нефтепереработки, определяется, наряду со стандартными факторами, зависимостью от следующих специфических факторов: тех-

нология, соглашения на поставку продуктов, эксклюзивные товары, сроки выхода на заявленную производственную мощность, т.е.

PP = PP (Technology, Contracts, Exclusive products, Terms), (3)

DPP = DPP (Technology, Contracts, Exclusive products, Terms), (4)

где: Technology – технология, Contracts – соглашения на поставку продуктов, Exclusive products – эксклюзивные товары, Terms – сроки выхода на заявленную производственную мощность.

Минимизация срока окупаемости (дисконтированного срока окупаемости) инвестиционного проекта, реализуемого в сфере нефтепереработки, требует оптимизации технологии производства, наличия соглашений на поставку продуктов, снижения сроков выхода на заявленную производственную мощность, качественной оригинальности производимой продукции.

В заключении приведены результаты диссертационного исследования, сформулированы основные выводы и предложения, даны рекомендации.

Основные результаты диссертационного исследования нашли свое отражение в следующих **публикациях автора**:

1. Герзелиева Ж.И. Эффективность инвестиционных проектов в процессе бюджетирования капитальных вложений // РИСК: Ресурсы, Информация, Снабжение, Конкуренция. – 2013. – № 2, 0,4 п.л. (издание, рекомендованное ВАК).

2. Герзелиева Ж.И. Инвестиционное проектирование и финансовая безопасность компаний на примере нефтеперерабатывающего комплекса // Российское предпринимательство. – 2012. – № 17 (215), 0,3 п.л. (издание, рекомендованное ВАК).

3. Герзелиева Ж.И., Слепов В.А. Концепция денежных потоков в финансовой оценке инвестиционных проектов // Вестник Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова. – 2012. – № 2 (44), 0,6 п.л. (издание, рекомендованное ВАК).

4. Герзелиева Ж.И. Управление рисками инвестиционного проекта. Двадцать шестые Международные Плехановские чтения: тезисы докладов аспирантов. – М.: ФГБОУ ВПО «РЭУ им. Г.В. Плеханова», 2013, 0,1 п.л.

5. Герзелиева Ж.И. Финансовая оценка инвестиционных проектов в период становления рыночной экономики в России // Вестник Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова. Вступление. Путь в науку. – 2012. – № 1 (1), 0,4 п.л.

6. Герзелиева Ж.И. Прогнозирование денежных потоков инвестиционных проектов. Двадцать пятые Международные Плехановские чтения: тезисы докладов аспирантов. – М.: ФГБОУ ВПО «РЭУ им. Г.В. Плеханова», 2012, 0,1 п.л.

7. Герзелиева Ж.И. Establishing a financially effective project management system in the oil refining industry. Двадцать четвертые Международные Плехановские чтения: тезисы докладов аспирантов и соискателей на иностранных языках. – М.: ФГБОУ ВПО «РЭУ им. Г.В. Плеханова», 2011, 0,1 п.л.

8. Герзелиева Ж.И. Финансовые аспекты управления инвестиционными проектами в сфере нефтепереработки. Двадцать четвертые Международные Плехановские чтения: тезисы докладов аспирантов и магистрантов. – М.: ГОУ ВПО «РЭУ им. Г.В. Плеханова», 2011, 0,1 п.л.

ГЕРЗЕЛИЕВА ЖАННЕТА ИЛЬЯСОВНА

***Финансовая оценка эффективности инвестиционных проектов
(на примере компаний нефтеперерабатывающего комплекса)***

Исследованы теоретические аспекты финансовой оценки эффективности инвестиционных проектов. Выявлена взаимосвязь инвестиционного проектирования и долговой нагрузки компаний в нестабильных макроэкономических условиях. Классифицирована эффективность инвестиционных проектов. Обоснован финансовый механизм стимулирования реализации инвестиционных проектов в сфере нефтепереработки. Разработан алгоритм интегрированной финансовой оценки инвестиционных проектов. Сформирована система специфических факторов, оказывающих наибольшее влияние на основные показатели финансовой эффективности инвестиционных проектов в нефтепереработке.

GERZELIEVA ZHANNETA ILJASOVNA

***Financial appraisal of investment projects efficiency
(by an example of the oil-refining companies)***

The thesis investigates theoretical aspects of financial appraisal of investment projects efficiency. It reveals the interrelation of investment planning and leverage of companies in the unstable macroeconomic conditions. Investment projects efficiency is classified. The dissertation defines financial mechanism to stimulate implementation of investments projects in the oil-refining industry. It develops the algorithm of integrated financial appraisal of investment projects. It forms the system of specific factors which mostly influence on the basic indicators of investment projects financial efficiency in the oil-refining industry.

Подписано в печать 18.11.2013 г.
Тираж: 100 экз., Заказ № 4627
ООО «Хорошая Типография»
г. Москва, ул. Валовая, д. 14, стр. 8
Тел.: +7 (495) 626-68-26

